

MONETAIRE CONFLICTEN EN DE INTEGRATIEGESCHIEDENIS VAN BELGIE EN NEDERLAND

door Henk van Gemert¹

juni 1994

1. De kleine open economie

In de economische theorie neemt de analyse van de kleine open economie van oudsher een aparte plaats in. Een bekende stelling die deze analyse heeft opgeleverd, luidt dat bij perfecte kapitaalmobilititeit en een vaste wisselkoers het binnenlandse monetaire beleid niet effectief is². In een dergelijke omgeving is de geldhoeveelheid een endogene grootte, zodat deze, noch enig ander monetair aggregaat, benut kan worden als instrument in het kader van de macro-economische stabilisatiepolitiek. De binnenlandse rente is evenmin manipuleerbaar, althans niet zonder de gekozen wisselkoersdoelstelling in gevaar te brengen. In de bedoelde context rest de centrale bank dan ook weinig anders te doen dan het voeren van een consistente en geloofwaardige wisselkoerspolitiek.

De gegeven typering lijkt uitstekend van toepassing op de landen van de Benelux. Alle drie de landen zijn klein en open, hebben het kapitaalverkeer geruime tijd geleden geliberaliseerd en hebben ook altijd bewust geparticipeerd in een of ander wisselkoersarrangement. De voordelen van deze integratiegeneigdheid worden groter geacht dan het nadeel dat er aan is verbonden, al was het, naar nog zal blijken, niet altijd gemakkelijk om de prijs van een afnemende interne beleidsautonomie te accepteren en een adequate, bij wisselkoersstabilisatie behorende beleidsstrategie te vinden en vol te houden.

Deze bijdrage beschrijft hoe de naoorlogse veranderingen in de internationaal financiële omgeving van invloed zijn geweest op het monetaire beleid in België en Nederland. België fungeert daarbij als de dominante vertegenwoordiger van de BLEU. Het analytisch kader wordt gevormd door de in paragraaf 2 te presenteren monetaire conflict driehoek. De hierboven bedoelde kleine open economie verschijnt daar als speciaal geval van een algemener geformuleerde con-

1. Dit paper is geschreven i.v.m. het vijftigjarig bestaan van de Benelux in december 1994. Graag dank ik Noud Gruijters voor zijn hulp bij de voorbereiding.
2. Zie bv. het recente tekstboek van Burda en Wyplosz (1993, p. 409): " A country that pegs its currency and maintains capital mobility gives up the control of its money supply..." Bedoelde stelling gaat in feite terug op Mundell (1962).

flictsituatie. Op basis hiervan volgt in paragraaf 3 een historische beschrijving van de verschijnse-
len kapitaalliberalisering en wisselkoersstabiliteit in de Benelux. Vanzelfsprekend vindt deze be-
schrijving plaats tegen de achtergrond van wat zich in de industriële wereld, en meer in het
bijzonder in West-Europa aan monetair-financiële veranderingen heeft voltrokken. Het accent zal
zo veel mogelijk worden gelegd bij de vraag tot welke beleidsdilemma's de veranderende omge-
ving aanleiding heeft gegeven en hoe daar door de autoriteiten in de Lage Landen in de praktijk op
is gereageerd. In paragraaf 4 ten slotte wordt de integratiegeschiedenis van Nederland en België op
drie manieren gemeten en in kaart gebracht.

2. De monetaire conflictdriehoek

Twee factoren zijn cruciaal van invloed op de mogelijkheden van een land om een onafhankelijk
op binnenlandse doeleinden gericht monetair beleid te kunnen voeren. In de eerste plaats is dat de
mate waarin de autoriteiten het grensoverschrijdend kapitaalverkeer vrij laten, of anders uitgedrukt,
de mate waarin de binnenlandse kapitaalmarkt is verweven met buitenlandse markten. In de tweede
plaats is van belang welk wisselkoersregime de autoriteiten prefereren, in het bijzonder of zij
kiezen voor een strikte koppeling aan een extern anker dan wel of zij dat niet doen en de waarde
van hun valuta geheel of gedeeltelijk overlaten aan de marktkrachten. Het beleidsdilemma dat aldus
ontstaat, is gevisualiseerd in onderstaande driehoek, die ik aan zou willen duiden met de term
*monetaire conflictdriehoek*³.

Figuur 1: De monetaire conflictdriehoek

Langs de assen toont deze driehoek de drie hierboven aangeduide doelstellingen, die zoals gezegd
onderling op gespannen voet staan. De plaats van een volkshuishouding binnen de driehoek is
afhankelijk van de op een bepaald moment gekozen prioritering. Hoe groter de afstand tot een as
hoe minder belangrijk de betreffende doelstelling op dat moment wordt geacht. Bij positionering in
een van de hoekpunten kiest het land er voor om twee van de drie doelstellingen *volledig* te reali-
seren. De derde doelstelling is dan volledig onbereikbaar geworden. Verkiest een land een minder
extreme positie dan bevindt het zich ergens binnen de driehoek en probeert het in feite een zekere
balans te handhaven.

De driehoek laat zien dat binnenlandse autonomie slechts is weggelegd voor landen die de
eigen economie op een of andere manier weten af te schermen van de ontwikkelingen in het
buitenland. In principe kan dit op twee manieren: door de wisselkoersdoelstelling te combineren

3. Een vergelijkbare presentatie is te vinden in EG (1990, p. 43) en Oxelheim (1990, p. 10). Eerdere toepassingen zijn
opgenomen in Van Gemert en Gruijters (1992, p. 64 en 1994, p. 25).

met een strikt regime van kapitaalcontroles dan wel door de wisselkoers volledig volledig vrij laten. Een benadering van het eerste geval zijn de jaren vijftig; het toen geldende systeem van Bretton Woods voorzag in vaste dollarpariteiten, terwijl de internationale kapitaalstromen nog sterk waren gereguleerd. Ten aanzien van het tweede geval kan gedacht worden aan de situatie waarin de Verenigde Staten, Japan en Duitsland (als ankerland van het EMS) momenteel verkeren; het kapitaalverkeer is vrij en het beleid bekommert zich niet of slechts in ad-hoc gevallen om de wisselkoersontwikkeling⁴.

Omgekeerd toont de driehoek ook dat de ruimte voor een puur op binnenlandse overwegingen gestoeld beleid *nolens volens* afbrokkelt, zodra een land besloten heeft om over te gaan tot èn een volledig vrij kapitaalverkeer èn een strikte koppeling van de nationale valuta aan een extern anker. In het bijzonder doet dit pijn bij een conjuncturele neergang wanneer de monetaire autoriteiten een bijdrage zouden willen leveren aan het op peil houden van de bestedingen en de werkgelegenheid, maar daarbij afhankelijk zijn van de stand van zaken en de beleidsintenties in het ankerland. Alleen door het liberaliseringsproces te vertragen en/of door water in de wijn te doen ten aanzien van de wisselkoersdoelstelling, kunnen de autoriteiten zich enigermate aan deze consequentie onttrekken. En goed voorbeeld van dit dilemma is de geschiedenis van het EMS.

Rechtsonder in de driehoek zijn we aangeland bij de situatie zoals die beoogd wordt in het Verdrag van Maastricht. Een interne markt met één munt impliceert één (gezamenlijk) monetair beleid en de weg daarheen dient volgens plan te worden gekenmerkt door convergentie in plaats van door autonomie⁵. Een benadering van de hoekpuntsituatie vinden we in de *formele* muntunie van Luxemburg met België en in de *de facto* muntunie van Nederland met Duitsland.

Hieronder zullen we beredeneren dat de naoorlogse geschiedenis van de Benelux en de Europese Unie, voorgesteld kan worden als een beweging in de conflictdriehoek. Deze beweging begon in de buurt van de top, verliep (met wisselende snelheden) in de nabijheid van de rechter zijde en is vooralsnog geëindigd op de horizontale as, niet ver van het hoekpunt rechtsonder. Tijdens dit proces heeft er voortdurend een spanning bestaan met de wens van individuele landen om

4. De liberalisering van het kapitaalverkeer heeft het monetaire beleid in deze landen overigens wel bemoeilijkt. Behalve met de vertrouwde *interne* doorwerking van een bepaalde monetaire impuls, dienen de autoriteiten tegenwoordig terdege ook rekening te houden met een *extern* transmissiekanaal. Dit kanaal loopt via de reële wisselkoers. Vanwege de hoge kapitaalmobiliteit heeft monetaire politiek onmiddellijk wisselkoersconsequenties en bij traag werkende goederenmarkten is daarbij ook de *reële* waarde van de eigen munt in het geding. Onder omstandigheden kan er zelfs sprake zijn van heftige en langdurige onevenwichtigheden in de sfeer van de concurrentiepositie en de kostenontwikkeling. De consequenties voor de inflatie en de groei van een uit het lood geslagen reële wisselkoers kunnen zelfs door een groot land als de Verenigde Staten niet meer worden genegeerd. Niettemin blijft gelden, zoals in de hoofdstuk tekst betoogd, dat het monetair beleid in landen zonder wisselkoersverplichting zich primair kan en ook zal richten op de binnenlandse bestedingsontwikkeling.
5. Zie in dit verband opnieuw EG (1990, p. 43): "The well-known inconsistency between financial integration, fixed exchange rates and monetary policy autonomy provides an appropriate starting point for the discussion of the alternatives to EMU".

(enige) interne manoeuvreerruimte te behouden. Vanwege deze spanning is het begrijpelijk dat de financiële en monetaire integratie in West-Europa tot op heden een kwestie van vallen en opstaan is geweest.

3. De integratiegeschiedenis van de Benelux

België en Nederland zijn beide te typeren als een kleine open economie met een hoog per capita inkomen. Dit betekent dat beide landen actief deelnemen in de internationale handel en het internationale kapitaalverkeer.

In de produktiesfeer is sprake van een vergaande mate van specialisatie en ruil. De goederenstromen hebben een sterk intra-europees karakter, waarbij Duitsland verschijnt als de belangrijkste handelspartner. Deze externe afhankelijkheid maakt de concurrentiepositie tot een belangrijke determinant voor de binnenlandse economische ontwikkeling. In het algemeen-economisch beleid wordt voortdurend een hoge prioriteit toegekend aan het bewaken van de prijsontwikkeling ten opzichte van de concurrenten en afnemers in het buitenland. Daarbij is dan tevens het wisselkoersbeleid in het geding. Beide landen hebben altijd veel waarde gehecht aan het belang van stabiele wisselkoersen, al lopen op dit punt, zoals nog zal blijken, de meningen bij tijd en wijlen uiteen. De gezamenlijke inspanning van de Westeuropese landen om hun monetaire politiek in toenemende mate te richten op het stabiliseren van de onderlinge wisselkoersen, zal hieronder worden samengevat in de term *monetaire integratie*.

Ook in de vermogenssfeer bestaat er zoals gezegd een sterke vervlechting met het buitenland. Tussen ingezetenen en niet-ingezetenen wordt levendig gehandeld in allerlei soorten financiële activa. Beide landen hebben de regelgeving ten aanzien van deze handel al in een vroegtijdig stadium versoepeld en later ook afgeschaft. De mogelijkheden om internationaal te lenen en te beleggen zijn hierdoor sterk verbeterd. Inmiddels is er sprake van omvangrijke ingaande en uitgaande kapitaalstromen, zowel in de sfeer van de directe buitenlandse investeringen als in de sfeer van het emissie- en beursverkeer. Het veelomvattende proces waarbij een groep landen besluit tot een liberalisering en deregulering van het onderlinge kapitaalverkeer wordt *financiële integratie* genoemd.

In de Beneluxlanden zijn de processen van monetaire en financiële integratie altijd nauw verweven geweest. Voortdurend ook waren ze ingebed in een Europees kader. Een terugblik op de integratiegeschiedenis beoogt dit te verduidelijken. Bij die terugblik wordt de naoorlogse ontwikkeling onderverdeeld in zes fasen⁶. Deze fasen zou ik als volgt willen typeren:

6. Voor een alternatieve fasering toegespitst op de OESO zie Gruijters (1993).

- * de voorbeeldfunctie van de Benelux (1944-1958)
- * de verankering van de Benelux in Europa (1958-1968)
- * desintegratie door spanningen in het stelsel van Bretton Woods (1968-1972)
- * Europa zoekt een eigen weg; van Slang naar EMS (1972-1983)
- * naar een volledige financiële en monetaire integratie (1983-1992)
- * Europa na Maastricht (1992-1994)

1944-1958: De voorbeeldfunctie van de Benelux

In de eerste jaren na de oorlog staat het economische beleid volledig in het teken van de wederopbouw. De verdragen die ten grondslag liggen aan het Internationale Monetaire Fonds (IMF) en de Algemene Overeenkomst inzake Tarieven en Handel (GATT) voorkomen dat landen een individuele koers gaan varen. Door ondertekening verplichten de deelnemers zich om in onderling overleg te streven naar een snelle liberalisatie van het internationale handels- en betalingsverkeer. In West-Europa vervult de Benelux hierbij op verschillende momenten een stimulerende rol⁷.

De integratiegeschiedenis van de Benelux begint eigenlijk al met de monetaire overeenkomst van oktober 1943, dat wil zeggen ruim een jaar vóór de Conventie van Londen. In die overeenkomst wordt geregeld hoe de financiële betrekkingen tussen de drie landen er na de oorlog uit zouden moeten zien. Deze overeenkomst, die meteen na de bevrijding in werking treedt, staat model voor verschillende andere bilaterale betalingsaccorden uit die tijd.

De monetaire overeenkomst is bedoeld als een tijdelijke oplossing. Tijdens de Marshall-conferentie van 1947 in Parijs dringen de Beneluxlanden aan op een snelle multilateralisatie van het betalingsverkeer. Dit sluit aan bij de Amerikaanse visie, waarin de realisatie van een vrij handels- en betalingsverkeer gezien wordt als een belangrijke voorwaarde voor de toekenning van de Marshall-hulp. Aldus ontstaat de Organisatie voor Europese Economische Samenwerking (OEES) als een overleg- en besluitvormingsorgaan om belemmeringen af te breken.

Binnen de OEES wordt in 1950 de Europese Betalingsunie (EBU) opgericht. Deze unie vindt haar basis in een Benelux-plan uit 1948 en betekent een belangrijke doorbraak in het herstel van de externe convertibiliteit. De EBU gaat zich toeleggen op de clearing van bilaterale saldi in het internationale betalingsverkeer en blijft bestaan totdat haar einddoel in 1958 is bereikt.

Inmiddels is op 1 januari 1948 de Benelux douane-unie van start gegaan. De binnentarieven verdwijnen en de onderlinge contingenten worden geleidelijk afgebouwd. Bij Protocol van 9 december 1953 wordt ook overeenstemming bereikt over een gemeenschappelijke economische en

7. Zie Clerx (1986) en Embrechts en Taymans (1979, hoofdstuk 9). Clerx spreekt op p. 129 over de Benelux als een 'voorloper en voorbeeld'. Embrechts en Taymans beredeneren dat de Benelux de oprichting van de EEG heeft 'gestimuleerd en vergemakkelijkt'.

monetaire politiek tegenover derde landen. De Benelux kan uitgroeien tot een belangrijke handelspolitieke eenheid en in 1956 is zij de vierde grootste handelsmogendheid ter wereld⁸. Dit gaat niet gepaard met politieke isolatie. Integendeel, voortdurend wordt een verdere Europese integratie nagestreefd. Een Benelux-initiatief ingediend door minister Spaak tijdens de conferentie van Messina in 1955, legt de basis voor de totstandkoming van de Europese Economische Gemeenschap (EEG) enkele jaren later.

Aan de liberalisatie van het kapitaalverkeer wordt in deze periode door de meeste industrielanden nog weinig prioriteit toegekend. De Statuten van het IMF laten de landen in principe vrij om kapitaalstromen te reglementeren; alleen voor vermogenstransacties die direct verbonden zijn met de internationale handel, zoals het leverancierskrediet, wordt een uitzondering gemaakt. In Nederland is het Deviezenbesluit van 1945 van kracht: alle kapitaaltransacties zijn verboden tenzij er toestemming voor gegeven is. Ten aanzien van de directe buitenlandse investeringen en de vermogenstransacties in de persoonlijke sfeer wordt al snel een soepel beleid gevoerd. In de BLEU laat het surplus op de lopende rekening van de betalingsbalans ten opzichte van de rest van de EBU toe, dat de restricties op het kapitaalverkeer in fasen worden afgeschaft. Echter, om te voorkomen dat een vergrote vraag naar dollars zal leiden tot een snelle uitputting van de officiële reserves worden de kapitaalexporten voortaan via een vrije markt geleid. Anders dan op de officiële markt zijn de autoriteiten op deze vrije markt niet gehouden om de dollarpariteit, die in het kader van het Bretton Woods systeem was afgesproken, met interventies te verdedigen. Dit systeem van een dubbele wisselmarkt fungeert daarmee als een substituut voor het elders gangbare regime van directe kapitaalcontroles⁹.

1958-1968: De verankering van de Benelux in Europa

Tegen het eind van de jaren vijftig is de internationale reservepositie in de OEES zodanig verbeterd dat de EBU kan worden opgeheven. De externe convertibiliteit van de nationale valuta's ten opzichte van de dollar wordt hersteld. Vooralsnog blijft de vrije inwisselbaarheid evenwel beperkt tot transacties in het lopende verkeer. De OEES heeft haar werk gedaan en wordt omgezet in de transatlantische Organisatie voor Economisch Samenwerking en Ontwikkeling (OESO).

Bij Verdrag van 3 februari 1958 wordt besloten om de Benelux om te zetten in een volwaardige Economische Unie. Dit verdrag treedt in werking op 1 november 1960. Inmiddels is dan ook de EEG opgericht, die zich in korte tijd zal ontwikkelen tot een douane-unie met kenmerken van een gemeenschappelijke markt. Qua bereikte integratiegraad loopt de Benelux nog enige tijd voorop.

8. Embrechts en Taymans (1979, p. 260).

9. Voor details over de werking van de dubbele wisselmarkt zie Meerhaeghe (1987, p. 9-12) of Steinherr en De Schrevel (1988, p. 129-131).

Niettemin wordt haar integratiegeschiedenis vanaf dit moment duidelijk onderdeel van een groter geheel.

Binnen de Benelux krijgt de Belgisch-Luxemburgse samenwerking nader gestalte in het Protocol van 1963. Dit protocol bevestigt de situatie zoals die sinds de BLEU-conventie van 1921 was ontstaan. Bedoelde situatie wordt wel getypeerd als een monetaire associatie met als belangrijkste kenmerk de aanwezigheid van één centrale bank, c.q. de Nationale Bank van België, en een gemeenschappelijk monetair beleid. Het enige verschil met een complete monetaire unie is dat er formeel gesproken geen sprake is van één munt noch van een onherroepelijk vaste wisselkoers¹⁰.

De verankering van de Benelux in West-Europa betreft zowel de wisselkoersstabilisatie (monetaire integratie) als de kapitaalmarktliberalisatie (financiële integratie).

Het wisselkoersbeleid wordt in eerste instantie bepaald door de spelregels van Bretton Woods. Daarbinnen kiest Europa voor een verdere beperking van de onderlinge koersschommelingen. De Europees Monetaire Overeenkomst (EMO) is er op gericht om de onderlinge wisselkoersfluctuaties te beperken tot maximaal 3%, d.i. 1%-punt minder dan voortvloeit uit de met het IMF overeengekomen koerszoom t.o.v. de dollar¹¹.

Wat de financiële integratie betreft, krijgt de liberalisering van het kapitaalverkeer een krachtige impuls door de OESO-Kapitaalcode van 1961 en de EEG-richtlijnen van 1960 en 1962. Halverwege de jaren zestig zijn in Europa de volgende transacties volledig vrij: directe investeringen, handelskredieten, handel in ter beurze genoteerde effecten en persoonlijke vermogenstransacties. Binnen de Gemeenschap ontstaat een zekere tweedeling¹²: de Beneluxlanden kennen samen met West-Duitsland al spoedig een tamelijk liberaal deviezenregiem, terwijl Frankrijk en Italië zeer restrictief blijven. Nederland ondertekent de OESO-code meteen in 1961. België handhaaft het dubbele valutamarktstelsel, maar het verschil tussen de officiële en de vrije dollarkoers is gering. Luxemburg ontwikkelt zich tot een financieel centrum met weinig regels en voorschriften.

Tegen het eind van de jaren zestig, wanneer er ook op het terrein van de goederenmarktintegratie grote voortgang is gemaakt, heerst er een algeheel optimisme. Tijdens de Haagse top van december 1969 nemen de regeringsleiders het principebesluit om de Europese Gemeenschap (EG) snel door te laten groeien naar een Economische en Monetaire Unie (EMU). Om dit principe nader

10. Voor details zie Meerhaeghe (1987). Terzijde zij opgemerkt dat het in 1983 opgerichte Institut Monetaire Luxembourgeois bij de overgang naar een EMU de volledige taken van een centrale bank op zich gaat nemen (zie Comité van Presidenten, 1993, p. 91).

11. Bedoelde overeenkomst treedt in de plaats van de EBU. Voor details zie Korteweg en Keesing (1979, p. 227 e.v.).

12. Zie Scholten (1990, p. 62)

te concretiseren wordt de commissie Werner geïnstalleerd¹³.

1968-1972: Desintegratie door spanningen in het stelsel van Bretton Woods

De eerste naoorlogse liberaliseringsgolf is een kort leven beschoren. Spanningen in het stelsel van Bretton Woods leiden er toe dat de industriële landen in de tweede helft van de jaren zestig eerder afgeschafte kapitaalcontroles, dan wel variaties daarop, opnieuw gaan invoeren. Waar de Verenigde Staten hun toevlucht nemen tot kapitaalexportbelemmeringen (en het Verenigd Koninkrijk deze verscherpt), gaat het in Duitsland en de Benelux voornamelijk om maatregelen die de kapitaalimport aan banden leggen.

Ook de Benelux, haar liberale traditie ten spijt, ontkomt niet aan deze algehele teneur. In de BLEU wordt vanaf mei 1971 niet alleen de kapitaalexport, maar ook de kapitaalimport via de vrije markt geleid. In Nederland wordt in september 1971 voor niet-ingezetenen een obligatieguldemarkt ingesteld: buitenlandse portefeuillehouders die in guldensobligaties willen beleggen zijn verplicht om de benodigde guldens te kopen van andere niet-ingezetenen die hun guldenspapier willen afstoten. In 1972 wordt het ingezetenen verboden om krediet op te nemen in het buitenland. Voor deposito's van niet-ingezetenen gaat een renteverbod gelden en nieuwe termijndeposito's mogen door de banken niet meer worden verkocht¹⁴.

De (re)activering van restricties is een laatste poging om te voorkomen dat het systeem van vaste wisselkoersen door onevenwichtigheden in het beleid onderuit wordt gehaald. Echter, omdat marktpartijen er steeds beter in slagen de nationale regelgeving te omzeilen, werkt dit redmiddel slechts tijdelijk. In 1969 wordt de Franse franc met 11% gedevalueerd en de Duitse mark met 9% gerevalueerd. Na een hectisch voorjaar in 1971 is het Bretton Woods systeem uiteindelijk niet bestand tegen de toenemende druk van speculanten. Ook de EMO wordt opgeheven. In de onderhavige periode stukt met andere woorden zowel het proces van financiële als dat van monetaire integratie.

Met betrekking tot de EMU-voornemens vindt er in deze fase, zowel in beleidskringen als in de academische wereld, een interessant debat plaats over de in principe te volgen marsroute. In dit debat, dat met name handelt over de vraag of men eerst monetaire en daarna economische integratie, dan wel eerst economische en daarna monetaire integratie dient door te voeren, nemen Nederland en de BLEU ongelijke posities in. Nederland sluit zich aan bij Duitsland en is sterk voorstander van de *kroningstheorie*. Deze stelt dat een monetaire unie pas levensvatbaar is, als de

13. Zie Gros en Thygesen (1992, p. 12-15).

14. Zie Scholten (1990, p. 66-67).

landen die er aan mee doen, eerst hun beleid in voldoende mate op elkaar hebben afgestemd. Een gemeenschappelijke munt is de kroon op het werk van een succesvol convergentieproces, waarbij ook alle kapitaalrestricties zijn afgeschaft. België en Luxemburg sluiten zich aan bij Frankrijk en hangen de *katalysatortheorie* aan. Deze visie ziet het definitief koppelen van wisselkoersen juist als een eerste stap, dat wil zeggen als een instrument om convergentie af te dwingen. Tijdens het leerproces zijn kapitaalrestricties tijdelijk toelaatbaar. Hoewel de actualiteitswaarde van het debat in de eerste helft van de jaren zeventig verdwijnt, blijft de aangeduide controverse een rol spelen in de verdere integratiegeschiedenis van West-Europa¹⁵.

1972-1983: Europa zoekt een eigen weg; van Slang naar EMS

In het begin van de jaren zeventig gaat West-Europa op monetair terrein zijn eigen weg. Ten principale hangt dit samen met het feit, dat het systeem van vrij zwevende wisselkoersen, zoals dat na de val van Bretton Woods en de mislukking van het Smithsonian Agreement op mondiaal niveau was ontstaan, voor de Europese Gemeenschap onaanvaardbaar was. Wat de Gemeenschap wilde, was juist het tegendeel. Immers, op 22 maart 1971 had de Raad zich in een resolutie duidelijk uitgesproken vóór het plan Werner, dat voorzag in een realisatie van een EMU tegen 1980. Weliswaar komt deze ambitie door de nieuwe mondiale onevenwichtigheden in een geheel ander daglicht te staan en verdwijnt het plan daarom voorlopig in de ijskast, maar dit betekent niet dat er geen enkele regionaal-monetaire samenwerking meer mogelijk zou zijn.

De wens om onderling vaste wisselkoersen te handhaven krijgt in deze periode vorm in het Slangacckoord van april 1972. De EG-landen, later aangevuld met Engeland en de Scandinavische landen, komen overeen om de onderlinge koersen binnen een fluctuatiemarge van maximaal 2,25% te houden. Hierbij zij vermeld dat Nederland en de BLEU al eerder hadden besloten om onderling een marge van 1,5% te handhaven. Dit Benelux-besluit, dat van kracht is geweest van augustus 1972 tot maart 1976, staat bekend als de worm in de slang¹⁶.

Ondanks alle goede bedoelingen is het slangacckoord geen succes. De val van Bretton Woods en de eerste oliecrisis leiden tot grote onevenwichtigheden. Zowel het inflatieniveau als de inflatieverschillen lopen sterk op. Bovendien ontbreekt vooralsnog de politieke wil om autonomie af te staan. Aldus vinden er geregeld devaluaties en revaluaties plaats en wisselt de club voortdurend van samenstelling¹⁷. Het ene na het andere land treedt uit (soms tijdelijk, soms definitief)

15. De aanhangers van de kroningstheorie worden 'economisten' genoemd en de aanhangers van de katalysatortheorie 'monetaristen': zie Pilbeam (1992, p. 389). Voor een eigentijds debat terzake zie Vereniging voor de Staathuishoudkunde (1972), met name Bosman (p. 50-52) en Szász (p. 57-58).

16. Voor details zie Korteweg en Keesing (1979, p. 230 e.v.).

17. Voor een kroniek zie Gros en Thygesen (1992, p. 17), of Korteweg en Keesing (1979, p. 237).

zogauw de aanpassingslast te zwaar wordt. In feite zijn alleen West-Duitsland en de Benelux-landen permanent lid. Het is duidelijk dat een en ander de geloofwaardigheid van het wisselkoersarrangement niet bevordert. Als groep moet Europa nog leren dat monetaire integratie geen vrijblijvende zaak is, maar dat dit uitdrukkelijk eisen stelt aan de oriëntatie van het beleid.

Een belangrijke integratiestap wordt gezet tijdens de Europese Raad van 5 en 6 juli 1978 in Bremen. Een frans/duits initiatief leidt tot de oprichting van het Europees Monetair Stelsel (EMS). Dit stelsel moet het mislukte slangacoord vervangen. Nadat de grondregels op 5 december 1978 zijn vastgesteld, treedt het stelsel korte tijd later, op 13 maart 1979, materieel in werking. Van de negen EG-landen blijft alleen Engeland afzijdig.

Het EMS moet de impasse van het 'hoe verder?' doorbreken. Enerzijds leunt het op de katalysatortheorie: door een concrete wisselkoersverplichting aan te gaan, worden landen gestimuleerd tot beleidsconvergentie. Anderzijds bevat het ook elementen van de kroningstheorie: door de convergentie van het algemeen-economische beleid zullen de inflatieverschillen kunnen afnemen, waardoor de noodzaak om pariteiten aan te passen verdwijnt. Monetaire en economische integratie zijn met andere woorden geen volgtijdige maar gelijktijdige processen.

In de aanloopfase van het EMS, die het beste gekarakteriseerd kan worden met de termen uitproberen en wennen, wordt door de lidstaten nog op ruime schaal gebruik gemaakt van kapitaalrestricties en spilkoersaanpassingen. De liberalisatiegolf in de landen met een vrij zwevende wisselkoers gaat daarmee voorlopig voorbij aan continentaal Europa¹⁸. Daarbij doet zich opnieuw een zekere tweedeling voor, die zich ook nu uitstrekt tot het Beneluxgebied. Waar Frankrijk, Italië, de BLEU en Denemarken hun munt mede proberen te verdedigen met verschillende vormen van kapitaalcontroles, zien Duitsland en Nederland hiervan af.

In België ligt in de tweede helft van 1981 de vrije koers van de franc ver beneden de officiële koers¹⁹. De markt verwacht een depreciatie en de Nationale Bank van België (NBB) moet extra maatregelen nemen om beide deelmarkten gescheiden te houden. Tot de maatregelen behoren een beperking op de vreemde valutaposities van banken en een beperking van de toegestane betalingstermijnen in het lopende verkeer. De autoriteiten kunnen de binnenlandse rente lager houden dan zonder dubbele wisselmarkt mogelijk zou zijn geweest, al dient hier onmiddellijk aan te worden toegevoegd dat dit effect tijdelijk is. In februari 1982 moet de Belgische franc met 8,5%

18. Deze tweede golf begint in 1974 met een algehele liberalisering van het kapitaalverkeer door Canada en de Verenigde Staten. Engeland liberaliseert in één klap in 1979 en wordt hierin later gevolgd door Australië en Nieuw-Zeeland. Japan doet het geleidelijker maar voert in 1979/80 reeds enkele belangrijke wetswijzigingen door. Zie Gruijters (1993).

19. Zie Steinherr en De Schrevel (1988, p. 130)

worden gedevalueerd²⁰.

In Nederland wordt het monetaire beleid meer en meer gericht op het handhaven van een vaste wisselkoers ten opzichte van de Duitse mark²¹. De Nederlandsche Bank (DNB) ziet er geen heil in om dit via segmentatie te doen. Nadat de wetgever in 1977 het Deviezenbesluit 1945 al sterk heeft vereenvoudigd, wordt in 1981 met de Wet Financiële Betrekkingen Buitenland overgestapt op een positief stelsel. Materieel is de tijd van kapitaalcontroles daarmee voorbij. Formeel verdwijnen de laatste restanten aan deviezenrestricties in oktober 1986²².

We zien hier dus een duidelijk verschil in de monetaire strategie van beide centrale banken. Waar DNB een 'hard-currency' beleid voert, prefereert NBB in deze fase nog de 'soft-currency' optie²³. Dit verschil blijft niet zonder gevolgen voor de onderlinge wisselkoers. In de eerste vier jaar van het EMS wordt de franc ten opzichte van de gulden maar liefst 20% minder waard.

1983-1992: Naar een volledige financiële en monetaire integratie

Een omvangrijke en algehele pariteitswijziging vindt plaats in maart 1983. Voor het EMS luidt deze pariteitswijziging een nieuwe fase in. Zowel op monetair als op financieel gebied zullen de jaren tachtig verder in het teken staan van een toenemende integratie.

Frankrijk gaat prioriteit geven aan de inflatiebestrijding. Andere landen volgen en de frequentie van pariteitswijzigingen loopt snel terug. Om de inflatie uit te bannen accepteren landen de zogenoemde asymmetrische werking van het EMS²⁴. Hiermee wordt bedoeld dat Duitsland als ankerland fungeert; dit land zorgt voor prijsstabiliteit, met name door het voeren van een onafhankelijk monetair beleid gericht op een gematigde groei van de geldhoeveelheid. De andere landen zijn volgers en in die rol streven zij naar wisselkoersstabiliteit ten opzichte van de Duitse mark. Het idee is, dat door een geloofwaardige koppeling aan een extern anker de binnenlandse inflatie kan worden uitgebannen en aldus een duurzame bijdrage kan worden geleverd aan de groei van de welvaart en de werkgelegenheid op middellange termijn. In de mate dat autoriteiten hierin slagen wordt ook omgekeerd het handhaven van een vaste wisselkoers eenvoudiger.

De overgang naar een stabiliteitsgeoriënteerde politiek impliceert met andere woorden een groeiende bereidheid van de lidstaten om interne autonomie af te staan. Steeds minder wordt de

20. In de BLEU gaat deze devaluatie gepaard met een incident: de Belgische autoriteiten verzuimen om hun Luxemburgse collega's te consulteren. Een aantal maatregelen volgt (zie Meerhaeghe, 1987).

21. De eerste revaluatie van de Duitse mark (september 1979) wordt door Nederland nog niet gevolgd. De tweede (oktober 1981) en de derde (juni 1982) echter wel. Bij de vierde revaluatie (maart 1983) blijft Nederland met grote tegenzin van DNB voor het laatst achter bij de Duitse mark.

22. Voor details zie Van Ees, De Haan en Wansink (1989).

23. Voor een vergelijkende analyse zie In 't Veld (1992).

24. Deze anti-inflatie-hypothese wordt toegeschreven aan Giavazzi en Pagano (1988). Voor een heldere bespreking zie bv. Pilbeam (1992, p. 381-385).

korte-termijnwinst van een discretionair, op de binnenlandse volumeconjunctuur reagerend beleid nagestreefd en steeds meer probeert men de lange-termijnwinst van een trendmatig, op de wisselkoers en de inflatie gericht beleid te incasseren. In de accoorden van Bazel-Nyborg wordt overeengekomen om de geldmarktrente tijdig en vastberaden in te zetten als instrument om wisselkoersverwachtingen te stabiliseren en speculatie in een vroegtijdig stadium de kop in te drukken. Tevens wordt de techniek van het EMS verbeterd. Resultaten blijven niet uit en de voorlopig laatste pariteitswijziging vindt plaats in januari 1987²⁵.

Door de discipline van het EMS te aanvaarden en af te zien van een eigenzinnig binnenlands beleid kunnen landen nu ook het proces van financiële integratie weer oppakken. In de Europese Akte van 1986 wordt de voltooiing van de interne markt per 31 december 1992 een officiële beleidsdoelstelling. Ten aanzien van het kapitaalverkeer stelt de Commissie een tweefasenprogramma op²⁶. De richtlijnen van november 1986 en juni 1988 moeten er toe leiden dat het gehele kapitaalverkeer, ook het kortlopende, wordt geliberaliseerd. Daarnaast voorziet het programma in vrijheid van vestiging en vrijheid van dienstverlening voor de financiële instellingen. Een en ander heeft verreikende consequenties voor de wetgeving in alle EG-landen. Acht van de twaalf kernlanden, waaronder Nederland en de BLEU, voldoen op tijd, dat wil zeggen vóór 1 juli 1990, aan de overeengekomen liberalisatieverplichting.

Op 5 maart 1990 schaffen de Belgische en Luxemburgse autoriteiten de dubbele wisselmarkt af. In de richtlijn van 1988 was dit stelsel aangeduid als een oneigenlijk element²⁷. Van een verschil in notering op de officiële en de vrije markt is dan overigens al geruime tijd geen sprake meer. Niettemin kan de maatregel, tesamen met het besluit om de bronbelasting te verlagen van 25% naar 10%, rekenen op een positief onthaal van de financiële markten. Dit stelt de regering in staat om in juni van hetzelfde jaar de zogenoemde *nieuwe valutapolitiek* aan te kondigen²⁸. De wisselkoersdoelstelling wordt ambitieuzer geformuleerd en komt er in feite op neer dat de franc, net als de gulden, voortaan nauwgezet de Duitse mark zal gaan volgen. Enkele maanden later wordt tevens het monetaire instrumentarium gemoderniseerd. De geldmarktrente wordt niet langer gestuurd door een eenzijdige vaststelling van de rente op schatkistcertificaten, maar op een meer marktconforme manier, zoals gebruikelijk in de andere EMS-landen. Door deze hervorming komt

25. In het kielzog van de Duitse mark gaan zowel de Nederlandse gulden (3%) als de Belgische franc (2%) in waarde omhoog.

26. Spanje, Portugal en Ierland krijgen uitstel tot december 1992 en Griekenland tot december 1994. Overigens, ook in OESO-verband wordt de druk om te liberaliseren opgevoerd; zie hiervoor Blommenstein en Tulp (1987).

27. Zie Benink (1990, p. 72).

28. De nieuwe valutapolitiek en wat daarmee samenhangt wordt uitvoerig behandeld in Nationale Bank van België (1991, pp. xxi-xxvii). Voor een bespreking zie De Leeuw (1991).

er een einde aan de traditionele verstrengeling van het monetaire en budgettaire beleid. Voorts wordt bij wet van 22 maart 1993 de NBB formeel onafhankelijk van de Regering gemaakt²⁹.

In Nederland voltrekt zich onder invloed van de Europese liberalisatiegolf de zogenoemde *accentverschuiving* in het monetaire beleid. Anders dan de Nationale Bank heeft de Nederlandsche Bank, behalve voor de wisselkoers, traditioneel ook altijd aandacht gehad voor de trendmatige ontwikkeling van de geldhoeveelheid. Daartoe is regelmatig het netto geldscheppende bedrijf van het bankwezen onder toezicht geplaatst, aanvankelijk via directe kredietrestricties (eventueel aangevuld met tijdelijke beperkingen inzake de kredietopneming in het buitenland), later via meer marktconforme regelingen. In de praktijk van de jaren tachtig blijkt dit geldhoeveelheidsbeleid steeds minder effectief. Bij een vrij kapitaalverkeer en een geloofwaardige wisselkoersdoelstelling wordt een beperking van de binnenlandse liquiditeitscreatie, via een opwaartse druk op de kapitaalmarktrente, al snel door netto kapitaalimport teniet gedaan. Na een tussenfase waarin geprobeerd wordt om het geldhoeveelheidsbeleid ondersteunend te laten zijn aan het wisselkoersbeleid, geven de monetaire autoriteiten in 1992 officieel aan, dat zij voortaan van een actief geldhoeveelheidsbeleid zullen afzien³⁰.

Het succes van het EMS en het enthousiasme over Europa 92 brengt de Europese regeringsleiders er in juni 1988 toe om het oude EMU-ideaal weer van stal te halen³¹. Op initiatief van Frankrijk, Italië en Duitsland wordt de commissie Delors geïnstalleerd. Deze komt met een drie-fasenplan, waarvan de voorbereidingsfase op 1 juli 1990 begint. Enkele maanden later verschijnt het befaamde *One Market, One Money*, een rapport dat de discussie over fase twee en drie, te beginnen met een wijziging van het Verdrag van Rome, moet structureren. De titel is duidelijk: om optimaal te kunnen profiteren van de welvaartsverhogende werking van een interne markt - gebaseerd op een vrij verkeer van goederen, diensten, personen en kapitaal- dient ook aan de problemen die samenhangen met het bestaan van 12 verschillende munten een einde te worden gemaakt. Deze problemen hebben met name betrekking op de conversiekosten en de wisselkoersonzekerheid. De Europese integratie moet daarom worden voltooid door over te gaan op één munt. In deze geest komt in december 1991 het Verdrag van Maastricht tot stand³².

29. Voor een bespreking van deze wet en een vergelijking met de positie van de Nederlandsche Bank zie Eizinga (1994).

30. Een uitvoerige terugblik op deze accentverschuiving is opgenomen in de Nederlandsche Bank (1992, pp. 25-28). Een heldere analyse is eerder gepresenteerd door DNB-directeur Wellink (1990). Voor een modelmatige benadering zie De Haan en Hoogduin (1989).

31. Zie Gros en Thygesen (1992, hoofdstuk 10).

32. Voor een behandeling van de oude en nieuwe literatuur over monetaire integratie zie De Grauwe (1992).

1992-1994: Europa na Maastricht

Niet lang na de totstandkoming van het Verdrag van Maastricht stopt het proces van monetaire integratie. Ratificatieproblemen in Denemarken en Frankrijk, financiële problemen in het herenigde Duitsland en een algehele twijfel aan de haalbaarheid van de convergentiecriteria doen de stemming omslaan. Een jaar van grote valutaire onrust breekt aan. Tussen medio 1992 en medio 1993 wordt het EMS danig aangetast: het Britse pond en de Italiaanse lire worden gedwongen het stelsel te verlaten; de Spaanse peseta, de Portugese escudo en het Ierse punt moeten in totaal zesmaal worden gedevalueerd; de Deense kroon en de Belgische franc staan enkele malen flink onder druk en de Franse franc kan alleen met de grootste moeite binnen boord worden gehouden. Op 2 augustus 1993 wordt de toegestane fluctuatiemarge van de aan het EMS deelnemende munten verruimd van 2,25% tot 15%. Het lijkt paradoxaal, maar de valutaspeculatie kan slechts worden gestopt door (voorlopig) af te zien van bindende wisselkoersafspraken.

Eigenlijk is alleen de Nederlandse gulden in staat om zich goed te handhaven. Door de uitdrukkelijke en reeds tien jaar volgehouden oriëntatie op wisselkoershandhaving ten opzichte van de Duitse mark, heeft de Nederlandsche Bank zoveel reputatie opgebouwd dat de speculatiegolf aan haar voorbij kan gaan. De markt laat zelfs toe dat de Nederlandse geldmarktrente frequenter en verder verlaagd wordt dan de Duitse. DNB hecht sterk aan de verworven geloofwaardigheid. Nederland doet daarom niet mee aan de algehele margeverruiming van 2 augustus. In een bilaterale overeenkomst met Duitsland wordt afgesproken dat de bestaande interventiegrens van 2,25% ongewijzigd blijft.

Voor België ligt de zaak gecompliceerder. De nieuwe valutapolitiek is van recente datum en het land heeft problemen met de overheidsfinanciën. De Belgische franc kan zich daarom niet aan de EMS-perikelen onttrekken. Waar de munt van de eerste valutacrisis nog weinig te lijden heeft, rijzen er tijdens de tweede crisis serieuze problemen en is de Nationale Bank genoodzaakt om de geldmarktrente enkele malen te verhogen. Ook na de margeverruiming blijft de franc onder toeneemende druk staan. Op 14 oktober wordt een dieptepunt genoteerd.

Van twee kanten wordt het de NBB in deze maanden moeilijk gemaakt om de financiële markten te (blijven) overtuigen van haar goede bedoelingen. In de eerste plaats zorgt het *Leuvense Manifest* voor de nodige onrust. In dit manifest pleiten 14 hoogleraren economie voor een 'arbeidsvriendelijker muntbeleid'. Hiermee bedoelen zij dat een op werkloosheidsbestrijding gericht beleidspakket naast structurele maatregelen ook een monetaire versoepeling dient te bevatten. De Belgische economie is in hun ogen niet gediend met een 'tot dogma uitgegroeid harde muntbeleid'³³. In de tweede plaats wordt onzekerheid gecreëerd door uitlatingen van premier Dehaene,

33. Zie Baeck (1993).

die in navolging van zijn Franse collega Balladur vindt, dat het EMS beter tegen speculatie bewapend moet worden en daarbij de herinvoering van kapitaalrestricties niet uitsluit³⁴. In de financiële pers wordt zelfs al gesproken van een frans/belgisch initiatief om terug te komen op het principe van een volledig vrij kapitaalverkeer. De ministers van financiën moeten er aan te pas komen om de valutamarkt enigszins gerust te stellen³⁵. Ten slotte vraagt ook gouverneur Verplaetse zelf om moeilijkheden wanneer hij aan journalisten meedeelt dat valutamarktinterventies tot niets dienen³⁶.

In feite duurt het tot de presentatie van een economisch crisisplan in november voordat de geruchten over een veranderende beleidsoriëntatie van de NBB zijn weggeëbd. Pas daarna gaat de franc zich herstellen, komt de koers terug in de oude band van 2,25% en kan de rente weer in stapjes worden verlaagd. De overheidsfinanciën blijven evenwel een onzekere factor.

Tijdens de EMS-crisis is niet geprobeerd om aanvallen op de wisselkoers met nieuwe belemmeringen op het kapitaalverkeer te keren³⁷. Ook in beleidskringen is men, anders dan in de jaren zeventig, inmiddels doordrongen van het feit dat dit averechts zou werken³⁸. De huidige onzekerheid spitst zich dus toe op de vraag wat er van de voorgenomen *monetaire* eenwording terecht zal komen. Wat dat betreft moet gezegd worden dat de verbreding van de fluctuatiemarges in het EMS achteraf geen slechte keuze is gebleken. Het feit dat landen de nieuwe vrijheid slechts ten dele benutten, dat wil zeggen uiterst voorzichtig omgaan met de mogelijkheden voor een eigen rentebeleid, heeft de Europese Unie behoed voor een volledige monetaire desintegratie.

4. Van beschrijven naar meten

In de literatuur zijn verschillende methodes voorgesteld om de integratiegeschiedenis van een land of regio in kaart te brengen. Een bekende ordening is die, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de institutionele benadering, de hoeveelheidsbenadering en de prijsbenadering³⁹. Deze ordening zal ik hier gebruiken om de in de vorige paragraaf beschreven ontwikkelingen iets verder uit te werken.

34. Zie het Financiële Dagblad, 17/8/1993.

35. De onzekerheid blijft evenwel boven de markt hangen. Half september vraagt de voorzitter van de Europese commissie Delors, zich in het openbaar af 'waarom we op internationaal niveau niet zouden studeren op manieren om de kapitaalbewegingen te beperken' (citaat ontleend aan het Financiële Dagblad van 16/9/1993). Voor een bespreking van deze voorstellen zie Gruijters en Van Gemert (1994).

36. Zie de Financieel Economische Tijd, 2/9/1993.

37. Alleen Spanje en Portugal doen in september 1992 een beroep op de toen voor hen nog geldende uitzonderingsbepalingen en nemen enkele tijdelijke kapitaalexportbelemmerende maatregelen.

38. Zie G10 (1993), in het bijzonder de punten 55 (p. 24) en 79 (p.35).

39. Zie Feldman (1986). Voor een typologie van het integratie-onderzoek naar benadering en methode zie Van Gemert en Gruijters (1992, p. 12).

De institutionele benadering

De institutionele benadering beoogt vat te krijgen op het integratieverschijnsel door een kwalitatieve analyse van de veranderingen in de financieel-economische omgeving, waarin beleggers, ondernemingen, financiële instellingen en beleidsmakers opereren. In feite heb ik deze benadering gevolgd bij de historische beschouwing in de vorige paragraaf. Een samenvatting wordt gepresenteerd in figuur 2.

Figuur 2: De monetaire conflictdriehoek en het liberaliseringspad van de EU en de G3

De figuur schetst de liberalisatiegeschiedenis van de industrielanden binnen de conflictdriehoek. Het proces begint met de episode van Bretton Woods (BW) en gaat vervolgens over in twee afzonderlijke tijdspaden: één voor de Europese Unie (EU) en één voor de Verenigde Staten, Japan en Duitsland (G3). Beide regio's hebben, ieder in een eigen tempo en met versnellingen en vertragen, de basis van de driehoek inmiddels bereikt. De G3-landen (evenals trouwens het Verenigd Koninkrijk) bevinden zich vanwege de zwevende wisselkoers in de buurt van het hoekpunt linksonder. De EMS-landen, gegeven de wijze waarop zij omgaan met de toegestane fluctuatiemarge, zijn meer naar rechts gegroepeerd. België en vooral ook Nederland liggen vrij dicht bij het hoekpunt rechtsonder.

De hoeveelheidsbenadering

De hoeveelheidsbenadering beperkt zich tot het meten van financiële integratie. Dit gebeurt door na te gaan wat de liberalisering van het kapitaalverkeer en de globalisering van de dienstverlening hebben betekend voor het feitelijke beleggings- en financieringsgedrag in de wereldeconomie. De beschrijvende variant registreert kapitaalimporten en kapitaalexporten per land; voor praktisch alle industrielanden kan dan een forse groei van de bruto stromen sinds medio jaren tachtig worden geconstateerd⁴⁰. Dit geldt ook voor de Benelux.

De meer analytische variant betreft de zogenoemde S/I-hypothese⁴¹. Volgens deze hypothese zal financiële integratie ertoe moeten leiden dat voor een individueel land het verband tussen de nationale investeringen (I) en de nationale besparingen (S) lossier wordt. Tekorthuishoudingen kunnen bij hun financieringsbeslissing uitwijken naar de internationale kapitaalmarkt en zijn dus niet louter aangewezen op binnenlandse fondsen. Tegelijkertijd kunnen overschothuishoudingen er op ieder gewenst moment toe overgaan om hun middelen op te slaan in buitenlands actief. In deze

40. Voor een gedetailleerd beeld zie Turner (1991).

41. Deze hypothese gaat terug op Feldstein en Horioka (1980). Voor een overzicht van toepassingen en kritiek zie Tesar (1991) en Gruijters (1991).

gedachtengang duidt correlatie tussen S en I op segmentatie en de afwezigheid daarvan op integratie.

De S/I-hypothese is meermalen getoetst. Voor de Benelux-landen zijn er bevindingen die wijzen in de richting van een toenemende kapitaalmobiliteit⁴². Volledig uitsluitel wordt evenwel niet verkregen. Voor een niet onbelangrijk deel komt dat omdat er nogal wat methodische voetangels en klemmen aan de hypothese kleven. De academische discussie terzake heeft duidelijk gemaakt dat financiële integratie wel een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde is voor een ongecorrleerd verloop van S en I⁴³. Wanneer men deze correlatie onderzoekt, test men met andere woorden een *samengestelde* hypothese.

Figuur 3: De S/I-hypothese voor België en Nederland

Figuur 3 presenteert de nationale spaar- en investeringsquote van Nederland en België over de jaren 1960-1990⁴⁴. Op het eerste gezicht geeft de grafiek niet het beeld van een voortschrijdend integratieproces, althans niet in de zin zoals de S/I-hypothese dat doet verwachten. Wel krijgt men de indruk dat de periode waarover een spaaroverschot of spaartekort voortduurt, steeds langer wordt. Om die reden lijkt het de moeite waard om het verband tussen beide quotes niet alleen grafisch maar ook statistisch te onderzoeken. Het resultaat, in de vorm van twee gepoolde regressies, met de investeringsquote (IQ) als afhankelijke en de spaarquote (SQ) als onafhankelijke variabele, staat vermeld in onderstaand schema.

Schattingresultaten met de regressievergelijking $IQ = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot SQ + v$

| Periode | $\hat{\alpha}_1$ | $\hat{\alpha}_2$ | R ² | N |
|---------|------------------|------------------|----------------|----|
| 1960/75 | 0,038 | 0,814 (0,11) | 0,65 | 30 |
| 1976/90 | 0,103 | 0,451 (0,10) | 0,41 | 30 |

Noot: Tussen haakjes standaardfout $\hat{\alpha}_2$, N = aantal waarnemingen.

42. Zie Steinherr en De Schrevel (1988, p. 131 en p. 143) en Lemmen en Eijffinger (1993, p. 195).

43. Ook bij perfecte financiële integratie kunnen S en I gecorreleerd blijven. Bijvoorbeeld is dit het geval wanneer een derde factor beide variabelen in dezelfde richting stuurt. Hierbij kan gedacht worden aan de bevolkingsgroei, de conjunctuur of het overheidsbeleid. Ook segmentatie van goederenmarkten kan de S/I-hypothese in de wielen rijden. Voor een uitweiding zie Gruijters (1991).

44. De benodigde data zijn ontleend aan OECD (1992).

De regressiecoëfficiënt α_2 is het meest van belang. In de periode 1976/90 ligt deze beduidend lager dan in de periode 1960/75. Rekening houdend met de standaardfout kan zelfs worden geconstateerd dat α_2 in de tweede periode - anders dan in de eerste - significant afwijkt van 1. Daaraan moet echter onmiddellijk worden toegevoegd, dat α_2 ook in periode 2 nog steeds significant verschillend is van 0, zodat de hypothese van *perfecte* financiële integratie moet worden verworpen. Slechts een voorzichtige conclusie is mogelijk: het S/I-onderzoek voor België en Nederland spreekt de hypothese van een toenemende integratiegraad niet tegen.

De prijsbenadering

In de prijsbenadering wordt de financiële en monetaire integratiegraad van een land onder de loep genomen door een vergelijking van de binnenlandse rente met die in het buitenland. In de literatuur is deze benadering minder omstreden dan de S/I-benadering. Om die reden zal ik er iets langer bij stilstaan. Met behulp van een tweetal pariteitscondities - één voor financiële integratie en één voor monetaire integratie - is het mogelijk om het integratieproces in Nederland en België nader te kwantificeren⁴⁵.

Het meten van *financiële* integratie berust op een vergelijking van de interne met de externe geldmarktrente. De interne rente is de vergoeding op een driemaands termijndeposito, luidend in de eigen valuta en aangehouden bij een binnenlandse bank. De externe rente is de vergoeding op een soortgelijk deposito maar nu aangehouden bij een bank in het buitenland, bv. in Londen; in dat geval spreken we van een eurodeposito⁴⁶.

Bij perfecte financiële integratie zullen de interne en de externe rentevoet van een land aan elkaar gelijk zijn. In de literatuur wordt dit *gesloten rentepariteit* genoemd. Wanneer het kapitaalverkeer niet gehinderd wordt door deviezenrestricties, leidt een eventuele afwijking onmiddellijk tot rente-arbitrage. Er komen kapitaalstromen op gang die net zo lang doorgaan tot de afwijking is verdwenen. Door de moderne communicatietechnologie voltrekt een en ander zich pijlsnel, zodat er - onder de hypothese van perfecte financiële integratie - in feite nooit een verschil tussen de interne en de externe rente kan bestaan⁴⁷. Wordt er toch een verschil waargenomen dan moet dit duiden op directe of indirecte kapitaalrestricties, dan wel op een in de markt levende verwachting dat de autoriteiten een (her)invoering ervan overwegen. Het normale arbitragemechanisme wordt dan doorbroken.

45. Een toepassing voor het OESO-gebied (onderverdeeld in een regio met vaste en een met zwevende wisselkoersen) is opgenomen in Van Gemert en Gruijters (1992, p. 50 e.v. en 1994, grafiek 1 en 3).

46. Deze benadering gaat vooral terug op Frankel (1989), een uitgebreid empirisch onderzoek naar de financiële integratiegraad in 25 landen. Overigens wordt de externe rente daar bepaald door uit te gaan van de Eurodollarrente en deze per land te corrigeren voor het termijngiao van de dollar t.o.v. de betrokken valuta.

47. Hierbij verwaarloos ik de transactiekosten en ga ik voorbij aan eventuele waarnemings- of registratiefouten.

Bij het meten van *monetaire* integratie wordt de rente in Nederland resp. in België vergeleken met de corresponderende rente in Duitsland⁴⁸. Zijn deze rentevoeten gelijk dan is er sprake van *nominale rentepariteit*. Drie factoren kunnen verantwoordelijk zijn voor een geconstateerd verschil: kapitaalrestricties, wisselkoersverwachtingen en wisselkoersonzekerheid. De invloed van de eerste factor hangt af van de mate van financiële integratie. De andere twee factoren daarentegen weerspiegelen de mate van monetaire integratie. Een afwijking van de nominale rentepariteit kan dus duiden op onvolledige monetaire integratie en/of onvolledige financiële integratie. Welke situatie relevant is, kan alleen worden bepaald door de uitslag van de gesloten pariteitstest in de beoordeling te betrekken. Stel dat gesloten rentepariteit opgaat, dan duidt een nominaal renteververschil met Duitsland op onvolledige monetaire integratie. Beleggers houden rekening met een mogelijke depreciatie van de gulden of de franc t.o.v. de mark en eisen daar een vergoeding voor. Is er daarentegen sprake van gesloten en van nominale rentepariteit dan is de koppeling aan de Duitse mark zo geloofwaardig dat beleggers geen enkele wisselkoersverandering meer verwachten. In dat laatste geval mag er gesproken worden van perfecte monetaire integratie.

Figuur 4: Financiële integratie en gesloten rentepariteit

Figuur 5: Monetaire integratie en nominale rentepariteit

De figuren 4 en 5 geven een beeld van de opgetreden pariteitsafwijkingen gedurende de periode januari 1972 t/m februari 1994. Bij de berekeningen is gebruik gemaakt van 'representatieve' rentevoeten⁴⁹. Bij afwezigheid van vergelijkbare Eurokapitaalmarktrentes moet het onderzoek naar *gesloten* rentepariteit (figuur 4) beperkt blijven tot de geldmarkt; de *nominale* pariteit (figuur 5) kan zowel voor de geldmarkt als voor de kapitaalmarkt worden bepaald. De patronen sluiten goed aan bij de bevindingen met de historisch-institutionele analyse van de vorige paragraaf. Een korte bespreking lijkt daarom voldoende.

België

Tot medio jaren tachtig is er sprake van een zekere segmentatie. Met name blijkt dit uit de negatieve rente-écarts in 1973/74, 1976 en 1981 (figuur 4). Wanneer depreciatieverwachtingen de externe rente opdrijven, hoeven de autoriteiten de interne rente niet volledig te laten volgen. Het

48. Met het adjectief 'corresponderend' wordt hier bedoeld, dat de onderliggende titels alleen verschillen qua valutadenominatie en regelgeving, en dus niet qua debiteurenrisico, handelbaarheid e.d.

49. Bron: Datastream International Database.

dubbele wisselmarktsysteem werkt met andere woorden als een kapitaalexportbelemmering. Belgische beleggers kunnen niet profiteren van de relatief hoge rente op Eurofranc-deposito's. Uitwijken naar andere valuta's levert ook niets op; deze transacties lopen via de vrije markt alwaar de depreciatieverwachting reeds verwerkt is in de contante koers.

De dubbele wisselmarkt geeft de autoriteiten een zekere vrijheid. De NBB is niet gedwongen om een dreigende waardedaling van de franc onmiddellijk en volledig de kop in te drukken door een binnenlandse renteverhoging. Men bezit als het ware een extra instrument, waardoor het mogelijk is om gedurende enige tijd de interne en de externe doelstelling van het monetaire beleid te combineren. Bedoelde vrijheid is echter kortstondig. De schotten tussen de vrije en de officiële valutamarkt zijn niet waterdicht, zeker niet als de spanning enige tijd aanhoudt. Wat de autoriteiten in feite alleen bereiken is enige tijdwinst om een adequate aanpassing van het monetaire beleid voor te bereiden en door te voeren. Blijft dit achterwege dan herstelt de financiële koers zich niet en valt er aan een officiële devaluatie niet te ontkomen.

In de loop van de jaren tachtig worden de afwijkingen van gesloten rentepariteit steeds kleiner en sporadischer. De stabiliteitsgeoriënteerde politiek maakt de dubbele wisselmarkt overbodig, zodat er materiëel sprake is van een volledig vrij kapitaalverkeer. De nominale renteversillen met Duitsland blijven niettemin substantieel (figuur 5). De markt is er kennelijk nog niet van overtuigd dat de franc stabiel zal blijven en eist een risicopremie, zowel in de korte als in de lange sfeer.

Om de wisselkoersverwachtingen te stabiliseren en de bijbehorende onzekerheid weg te nemen moet de NBB eerst reputatie opbouwen. Het is duidelijk dat dit tijd kost. In feite duurt het tot het begin van de jaren negentig voordat het proces van monetaire integratie is voltooid en het rente-écart met Duitsland zo goed als geheel is verdwenen. In 1993 is tijdelijk een forse verhoging van de korte rente nodig om te voorkomen dat de geloofwaardigheid van de harde valutapolitiek verloren gaat.

Nederland

In Nederland loopt zowel het financiële als het monetaire integratieproces voor op dat van België. Vanaf 1980 zijn er geen afwijkingen meer tussen de interne en de externe guldenrente (figuur 4). Dit duidt op een volledig geliberaliseerd kapitaalverkeer. Vrij snel na deze liberalisatie verminderen ook de nominale renteversillen met Duitsland (figuur 5). Begin 1983 is het rente-écart op de kapitaalmarkt praktisch verdwenen en dat op de geldmarkt zelfs negatief. De pariteitswijziging van maart 1983 zorgt evenwel voor een onderbreking. De devaluatie van de gulden t.o.v. de mark doet de risicopremie tijdelijk terugkeren. Alleen door een hogere geldmarktrente te accepteren, kan DNB de financiële markten geruststellen en kan de lange rente laag blijven.

Vanaf 1989 zijn de renteverschillen op de geldmarkt verwaarloosbaar klein en regelmatig zelfs negatief. Met recht kan men de huidige verhouding met Duitsland dan ook typeren als een *de facto* monetaire unie.

5. Besluit

Deze bijdrage besprak vijftig jaar monetaire en financiële integratie van de Benelux. In het bijzonder is aandacht besteed aan het liberalisatiebeleid en de wisselkoerspolitiek. Door de autoriteiten is vanaf het begin gestreefd naar een Westeuropese inbedding. De ontwikkelingen in de Benelux zijn dan ook niet los te zien van het integratieproces in de Europese Unie als geheel. Qua instelling trokken Nederland en de BLEU voortdurend gelijk op: er bestaat en bestond een sterke externe gerichtheid en er wordt en werd over het algemeen een lage prioriteit gelegd bij het behoud van interne beleidsautonomie. Qua invulling was er een nuanceverschil: Nederland was strenger in de leer dan de BLEU en heeft het eindstadium van een geliberaliseerd kapitaalverkeer en een gestabiliseerd wisselkoersverloop dan ook eerder bereikt. Een en ander kon goed worden gekwantificeerd door een analyse van het renteverloop. Anno 1994 zijn de reputatieverschillen vervaagd maar nog niet geheel verdwenen. Niettemin is er alle reden om te veronderstellen dat de Lage Landen bij de verdere Europese eenwording een gelijke snelheid zullen aanhouden.

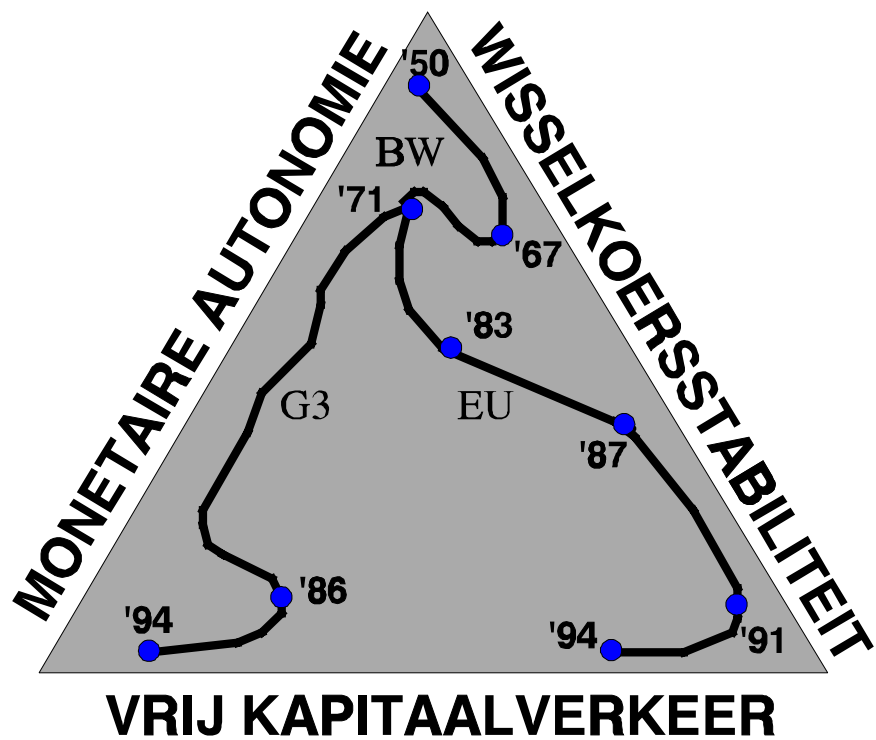
Referenties

- Baeck, L. (1993), Het Leuvense Manifest, *Economisch Statistische Berichten*, jrg. 78, pp. 826-828.
- Benink, H.A. (1990), *Financiële Integratie in Europa*, Delwel, Den Haag.
- Blommenstein, G.J. en A.F. Tulp (1987), Naar een geliberaliseerd internationaal verkeer van kapitaal en diensten, Bank- en Effectenbedrijf, jrg. 36, pp. 389-393.
- Burda, M., en Ch. Wyplosz (1993), *Macroeconomics - A European Text*, Oxford University Press, Oxford etc.
- Clerx, J.M.M.J. (1986), *Nederland en de liberalisatie van het handels- en betalingsverkeer (1945-1958)*, Academisch proefschrift KUB Tilburg en handelseditie Wolters-Noordhoff, Groningen.
- Comité van Presidenten van de Centrale Banken van de Lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap (1993), *Jaarverslag 1992*.
- De Nederlandsche Bank (1992), Jaarverslag 1991.
- Ees, H. van, J. de Haan en D. Wansink (1989), Financiële integratie: de gevolgen voor het Nederlandse financiële systeem, in: J. de Haan en L.H. Hoogduin (red.), *De gevolgen van de financiële innovatie en integratie voor het monetaire beleid*, NIBE, Amsterdam, hfdst 5.
- EG (1990), One Market, One Money, *European Economy*, no. 44.
- Eizinga, W. (1994), The National Bank of Belgium and Monetary Policy, *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, no. 17.
- Embrechts, R. en A. Taymans (1979), *Reële internationale economie*, Stenfert Kroese, Leiden/Antwerpen.
- Feldman, Robert A. (1986), *Japanese Financial Markets*, MIT Press, Cambridge/Mass. en Londen.
- Feldstein, M. en Ch. Horioka (1980), Domestic Savings and International Capital Flows, *The Economic Journal*, vol. 90, pp. 314-329.
- Frankel, J.A. (1989), Quantifying International Capital Mobility in the 1980s, *NBER Working Paper Series*, no. 2856.
- G10, *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets*, A Report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies, Rome.
- Gemert, H.G. van en A.P.D. Gruijters (1992), Internationale Financiële Integratie: achtergronden, verschijningsvormen en gevolgen, *Rotterdamse Monetaire Studies*, 11e jrg, nr. 2.
- Gemert, H.G. van en A.P.D. Gruijters (1994), Patterns of Financial Change in the OECD area, *Research Memorandum*, FEW 641, KUB, Tilburg, in verkorte vorm te verschijnen in *Banco Nazionale del Lavoro*.
- Giavazzi, F. en M. Pagano (1988), The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility, *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1055-1075.
- Grauwe, P. de (1992), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford etc.
- Gros, D. en N. Thygesen (1992), *European Monetary Integration*, Longman, Londen.
- Gruijters, A.P.D. (1991), Het meten van financiële integratie, *mimeo*, KUB Tilburg.
- Gruijters, A.P.D. (1993), De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer in historisch-institutioneel perspectief, *Research Memorandum*, FEW 597, KUB Tilburg.
- Gruijters, A.P.D. en H.G. van Gemert (1994), Kapitaalrestricties op herhaling?, *Economisch Statistische Berichten*, jrg. 79, pp. 57-61.
- Haan, J. de en L.H. Hoogduin (1989), Monetaire politiek gericht op stabilisatie van de koers van de gulden, *Maand-schrift Economie*, jrg. 53, pp. 83-93.

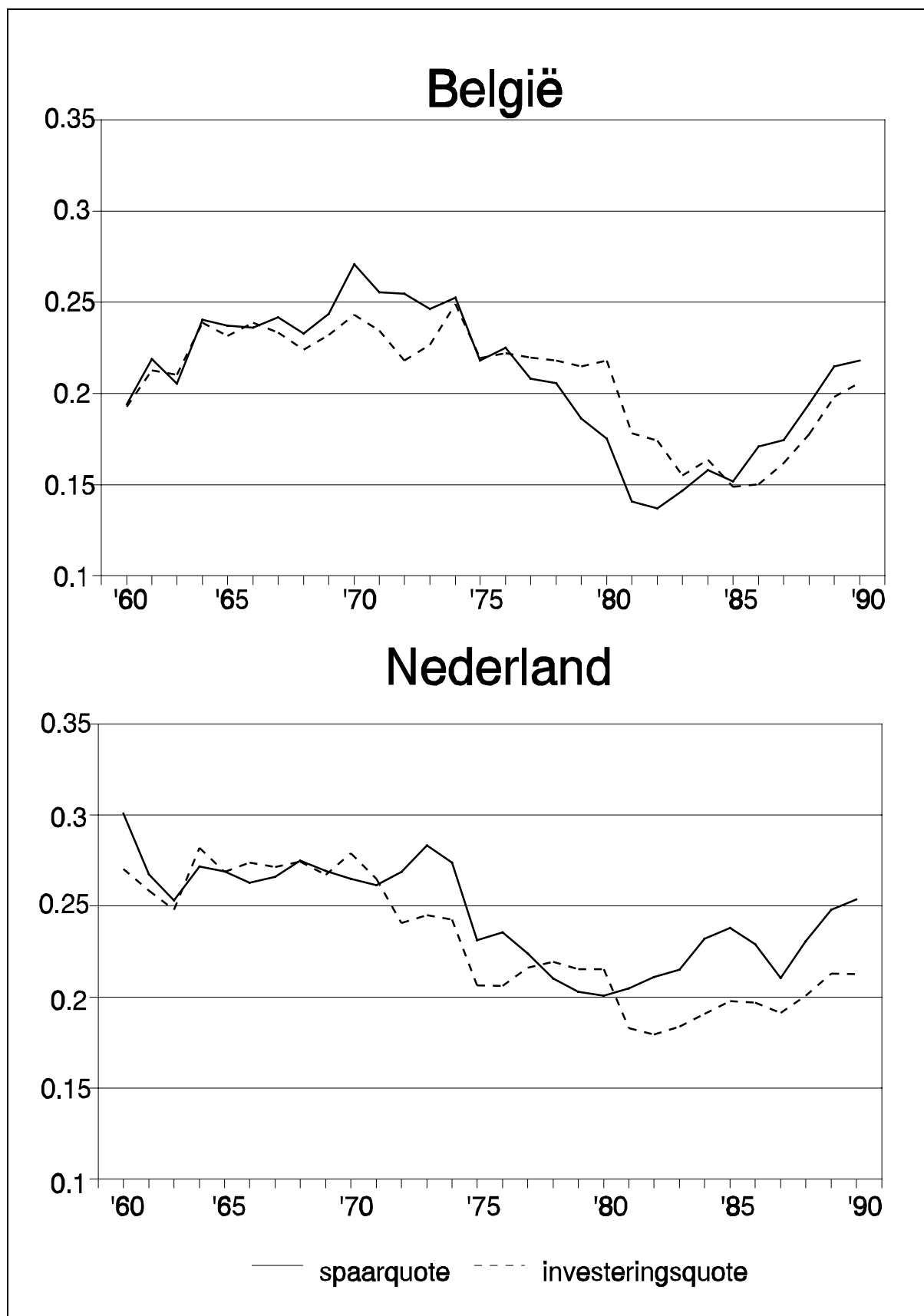
- Korteweg en Keesing (1979), *Het Moderne Geldwezen*, deel IIB, Noord-Hollandsche Uitgeversmaatschappij, Amsterdam.
- Leeuw, J. de (1991), Wijzigingen in het Belgisch monetaire beleidsinstrumentarium, *Bank- en Effectenbedrijf*, jrg. 40, pp. 24-27.
- Lemmen, J.J.G. en S.C.W. Eijffinger (1993), The Degree of Financial Integration in the European Community, *De Economist*, vol. 141, pp. 189-213.
- Meerhaeghe, M.A.G. (1987), The Belgium-Luxemburg Economic Union, *SUERF Series*, nr. 54A.
- Mundell, R.A (1962), The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, *IMF Staff Papers*, IX, pp. 70-79.
- Nationale Bank van België (1991), *Verslag 1990*.
- OECD (1992), *National Accounts 1960-1990*, vol. 1, Parijs.
- Oxelheim, L (1990), *International Financial Integration*, Springer-Verlag, Berlijn etc.
- Pilbeam, K. (1992), *International Finance*, MacMillan, Londen.
- Scholten, A.A. (1990), Liberalisatie van de financiële markten, in: H. Jager en E. de Jong, *Internationale Financiering*, Stenfert Kroese, Leiden/Antwerpen.
- Steinherr, A. en G. de Schrevel (1988), Liberalization of financial transactions in the Community with particular reference to Belgium, Denmark and the Netherlands, *European Economy*, no. 36, pp. 115-147.
- Tesar, L.L. (1991), Savings, Investment and International Capital Flows, *Journal of International Economics*, 31, vol. 31, pp. 55-78.
- Turner, Ph. (1991), Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends, *BIS Economic Papers*, no. 30.
- Veld, J.W. in 't (1992), The Diverse Experience of the Netherlands, Belgium and Denmark in the ERM, in: R. Barrell (ed.), *Economic Convergence and Monetary Union in Europe*, Londen, pp. 154-173.
- Vereniging voor de Staathuishoudkunde (1972), *De Europese Monetaire Unie*, Preadviezen van A.J. Reitsma, H.W.J. Bosman, A. Szász en L. Wauters, Martinus Nijhoff, Den Haag.
- Wellink, A.H.E.M. (1990), Mogelijkheden van het monetaire beleid na de liberalisering: de visie van de Nederlandsche Bank, in: *preadviezen NIBE-jaardag 1990*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam, pp. 5-44.



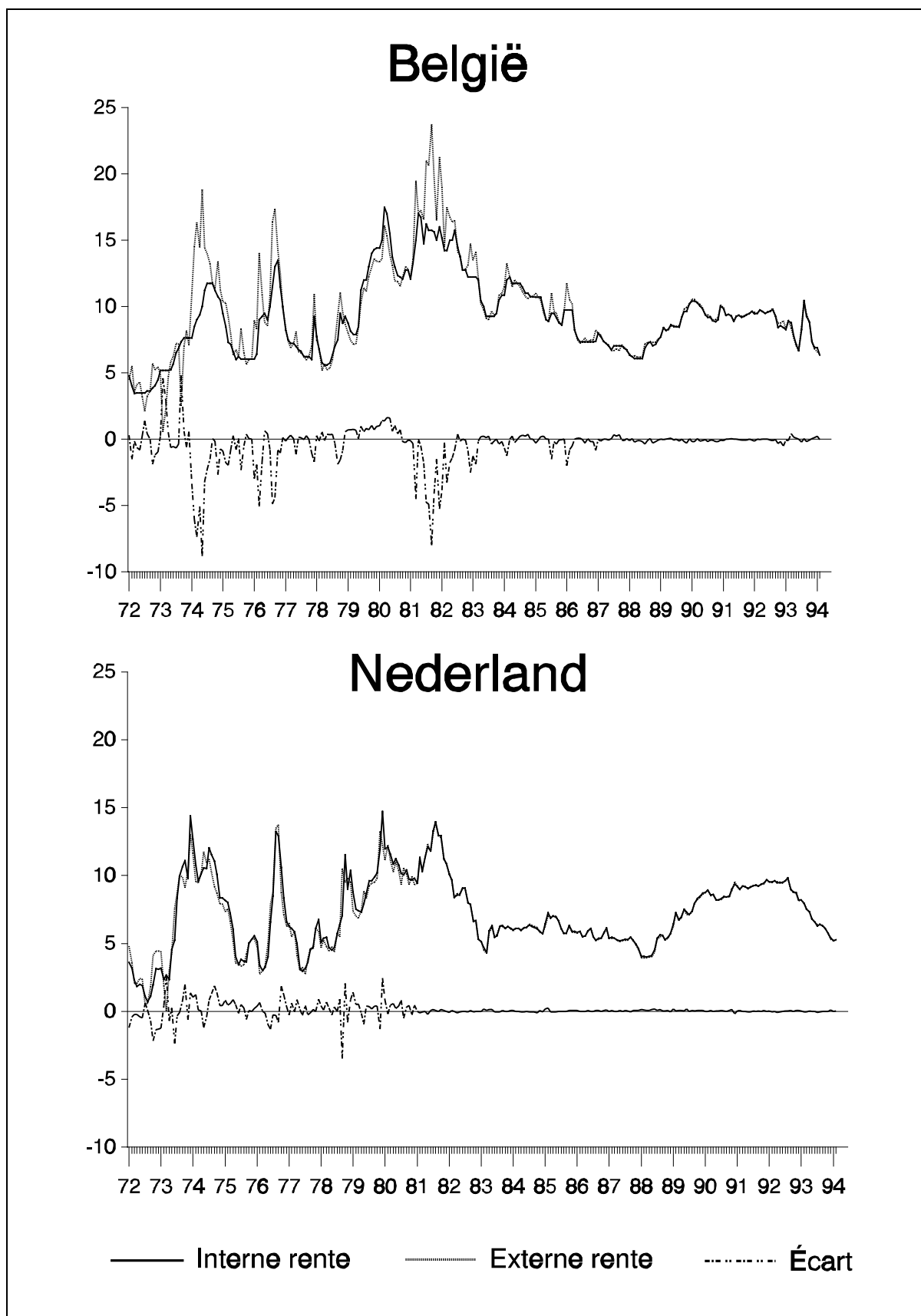
Figuur 1: De monetaire conflictdriehoek



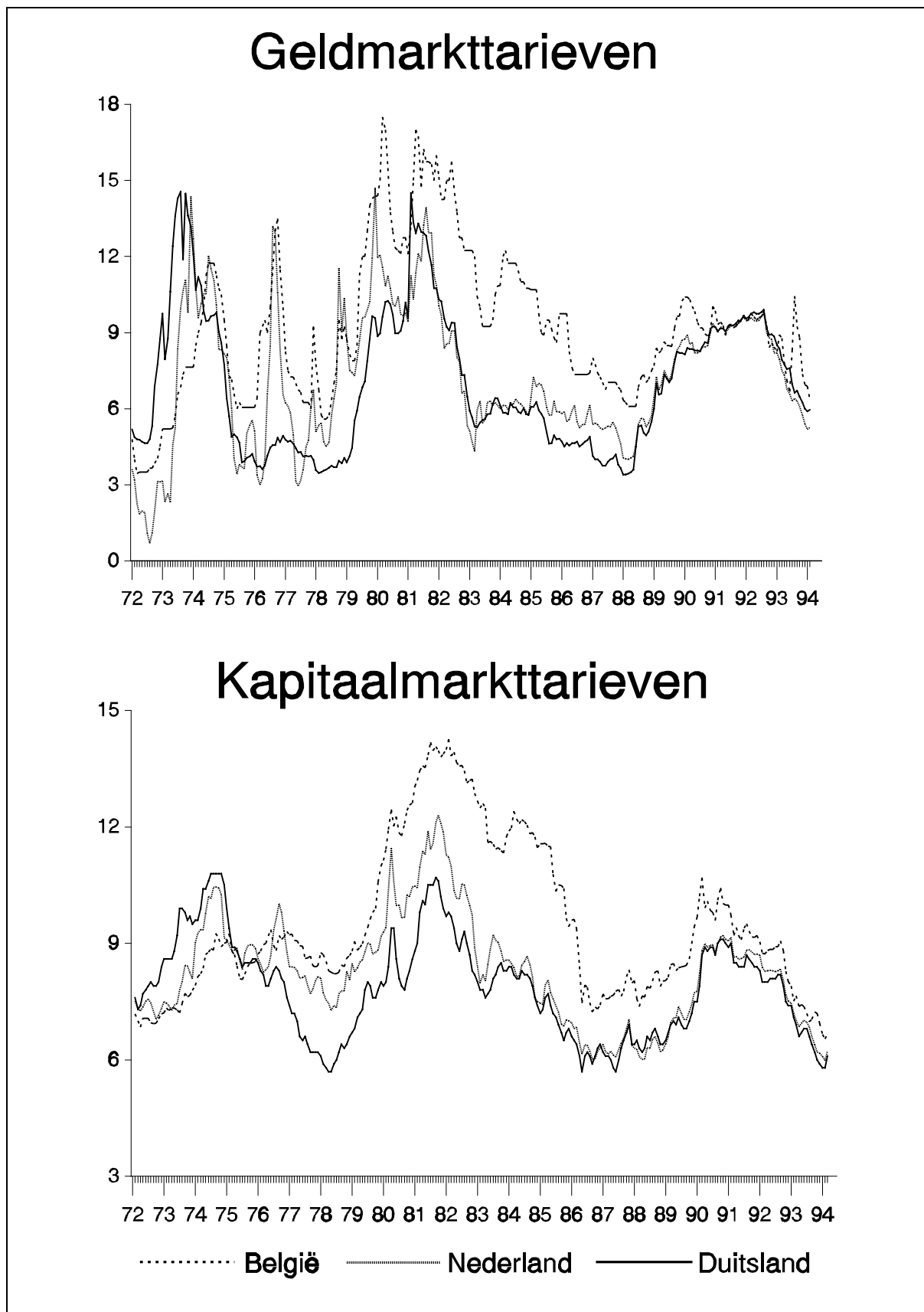
Figuur 2: Het liberaliseringspad van de EU en de G3



Figuur 3: De S/I-hypothese voor België en Nederland



Figuur 4: Financiële integratie en gesloten rentepariteit



Figuur 5: Monetaire integratie en nominale rentepariteit